



内部编号: 2023070018



## 2023 年桐庐投资建设发展集团有限公司公司债券 (品种二)

# 信用评级报告

分析师: 李叶 李叶 liye@shxsj.com  
吴梦琦 吴梦琦 wmq@shxsj.com

评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

联系电话: (021) 63501349  
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层  
公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 概述

编号：【新世纪债评（2023）010079】

<b>评级对象：</b>	2023年桐庐投资建设发展集团有限公司公司债券（品种二）		
<b>主体信用等级：</b>	AA	<b>评级时间：</b>	2023年6月20日
<b>评级展望：</b>	稳定	<b>发行目的：</b>	项目建设及补充营运资金
<b>债项信用等级：</b>	AAA	<b>发行期限：</b>	7年，附第5年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
<b>注册额度：</b>	14.00亿元	<b>偿还方式：</b>	每年付息一次，分次还本
<b>本期发行：</b>	6.35亿元		
<b>存续期限：</b>	由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保		

### 评级观点

#### 主要优势：

- 外部环境较好。桐庐县位于杭州都市经济区和义乌商圈的重合部，以及三江两湖及杭州-黄山黄金旅游线的中段，区位及生态环境良好，可为桐庐投资业务开展提供较好的外部环境。
- 外部支持力度较大。桐庐投资是桐庐县重要的城市建设和国有资产运营主体之一，在县内市政建设及水务等领域的业务地位突出，可得到桐庐县政府的有力支持。
- 信用增进措施。中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有助于提升本期债券的偿付安全性。

#### 主要风险：

- 债务偿付压力。桐庐投资刚性债务已积累至较大规模且近年来持续扩张，杠杆水平逐步上升，债务偿付压力有所加大。
- 占款回收压力。近年桐庐投资对外拆借资金量维持在较大规模，相关款项的回收进度存在不确定性，加大了公司资金压力。
- 投融资压力。桐庐投资在市政工程及公共配套设施建设方面仍存在一定资金需求，未来面临一定的投融资压力。
- 利润实现对政府补助依赖较重。桐庐投资业务盈利情况一般，加之管理费用和财务费用为主的期间费用对公司毛利润侵蚀严重，公司利润实现对政府补助的依赖较重。
- 对外担保风险。桐庐投资对外担保对象众多，担保规模较大，不利于财务风险的控制。

### 未来展望

通过对桐庐投资主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

### 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金[亿元]	7.60	8.97	7.57	16.19
刚性债务[亿元]	76.37	116.44	119.85	145.24
所有者权益[亿元]	66.60	66.88	67.97	67.21
经营性现金净流入量[亿元]	5.11	2.49	2.01	-10.19
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产[亿元]	429.41	471.65	522.37	555.71
总负债[亿元]	271.17	308.97	351.50	385.86
刚性债务[亿元]	215.93	254.74	291.42	330.93
所有者权益[亿元]	158.24	162.68	170.87	169.85
营业收入[亿元]	9.92	9.57	8.44	1.26
净利润[亿元]	1.33	1.42	1.57	-0.54
经营性现金净流入量[亿元]	-14.60	-19.32	-31.43	-8.17
EBITDA[亿元]	7.29	6.72	6.79	-
资产负债率[%]	63.15	65.51	67.29	69.44
长短期债务比[%]	135.64	213.43	179.01	243.24
短期刚性债务现金覆盖率[%]	45.16	62.84	32.67	42.57
EBITDA/利息支出[倍]	0.64	0.70	0.69	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.02	-
<b>中合担保合并口径数据及指标:</b>				
总资产[亿元]	83.78	83.55	82.18	-
所有者权益[亿元]	73.05	73.13	73.97	-
担保余额[亿元]	626.28	423.25	335.46	-
担保责任放大倍数[倍]	7.01	4.70	3.68	-

注：发行人数据根据桐庐投资经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算；担保人数据根据中合担保经审计的 2020-2022 年财务数据整理、计算。

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	4	
	初始信用级别		a <sup>+</sup>
	调整因素	ESG 因素	0
		表外因素	0
		业务持续性	0
其他因素		0	
调整理由： 无。			
个体信用级别		a <sup>+</sup>	
外部支持	支持因素	+2	
	支持理由： 公司作为桐庐县重要的城市建设和国有资产运营主体之一，可获桐庐县政府支持。		
主体信用级别		AA	

### 同类企业比较表

企业名称（全称）	2022 年/末主要数据					
	总资产 （亿元）	所有者权益 （亿元）	资产负债率 （%）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营性现金净 流入量（亿元）
南京六合新城建设（集团）有限公司	538.62	206.06	61.74	18.24	1.07	-57.07
新昌县城市建设投资集团有限公司	538.25	217.78	59.54	25.27	1.01	-68.37
桐庐投资建设发展集团有限公司	522.37	170.87	67.29	8.44	1.57	-31.43

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

桐庐投资建设发展集团有限公司（简称“桐庐投资”、“发行人”、“该公司”或“公司”）成立于 2001 年 12 月，原名桐庐县国有资产投资经营有限公司（简称“桐庐国投”），由桐庐县国有资产管理委员会（简称“桐庐县国资委”）投资组建，注册资本为 1.80 亿元。2018 年 12 月，根据浙江省桐庐县人民政府关于同意将公司股权划入桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司（简称“桐庐国控”）的批复，公司股东由桐庐县国资委变更为桐庐国控。2023 年 1 月，根据《桐庐县全面深化国资国企改革实施方案》的实施精神，公司唯一股东桐庐国控作出股东决定，将公司名称变更为现名。截至 2023 年 5 月末，公司注册资本及实收资本均为 1.80 亿元，唯一股东为桐庐国控，实际控制人为桐庐县国资委。

该公司是桐庐县重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体之一，业务范围涉及基础设施及安置房建设、水务、发电、安保、租赁等多个领域。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

该公司关于发行企业债券的议案已获股东及董事会决议通过，并于 2022 年 11 月 9 日经《国家发展改革委关于桐庐县国有资产投资经营有限公司发行公司债券注册的通知》（发改企业债券【2022】230 号）注册成功。本次债券注册金额为 14.00 亿元，共设 2 个品种，其中品种一已于 2022 年 12 月发行，规模为 7.00 亿元，期限为 7 年，票面利率为 4.48%。本期债券为品种二，计划发行规模为 6.35 亿元，期限 7 年，在债券存续期的第 5 年末，附设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券设本金提前偿付条款，在债券存续期第 3 年末至第 5 年末按照债券发行总额 20%、20%、20% 的比例偿还债券本金，投资者行使回售选择权后，自债券存续期第 6 年末至第 7 年末，发行人分别按照剩余债券每百元本金值的 20%、20% 的比例偿还债券本金。本期债券每年付息一次，第 3 年至第 7 年利息随当年度应偿还的本金一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期本金兑付款项自兑付日起不另计利息。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	2023 年桐庐投资建设发展集团有限公司公司债券（品种二）
总发行规模：	14.00 亿元人民币
本期发行规模：	6.35 亿元人民币
本期债券期限：	7 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
增级安排：	由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

资料来源：桐庐投资

#### (2) 募集资金用途

本期债券计划发行 6.35 亿元，其中 3.20 亿元用于大联区块（石马边）安置房工程项目，0.61 亿元用于横村时尚智造产业园及配套设施工程项目，2.54 亿元用于补充营运资金。募集资金拟投资项目概况详见图表 2。

图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况（单位：亿元）

项目名称	批准机关（文号）	总投资	拟使用募集资金	
			品种一	品种二
大联区块（石马边）安置房工程	桐发改投（2022）35号、地字第330122202200571号、浙（2022）桐庐县不动产第0007262号、建字第330122202203534号	12.46	4.20	3.20
横村时尚智造产业园及配套工程	桐发改投（2020）59号、桐发改投（2020）103号、桐庐政法风评[2020]17号、202033012200000061、建字第桐横（2020）07号、建字第桐横（2020）06号、330122202008190101、浙（2020）桐庐县不动产第0011200号、浙（2020）桐庐县不动产第0011114号	2.40	0.00	0.61
补充营运资金	-	-	2.80	2.54
<b>合计</b>	-	-	<b>7.00</b>	<b>6.35</b>

资料来源：桐庐投资

### （3）信用增进安排

本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观因素

**2023年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。**

2023年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险

长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (2) 行业因素

**近年来，随着政府隐性债务“控增化存”管理政策常态化，城投企业融资重点受控，区域融资表现持续分化。城投企业有望在区域开发中保持重要作用，中短期内对其的融资监管预计仍将有保有压，自身市场化转型也将加速推进，期间高债务率而化债资源相对有限地区的城投企业债务周转压力值得关注。**

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。

近年来，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境相对较紧。2021年，国发[2021]5号文、沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15号文及补充通知等政策相继发布；2022年5月和7月，财政部先后通报和问责了16个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例，再次强调要坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；此外，2022年6月，国务院办公厅下发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责。但在“稳增长、防风险”的政策基调下，有效投资仍可受到金融支持。2022年4月，政策层面提出金融机构要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资；要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。此外，在城投融资“分类管控”、房地产调控政策和土地市场景气度变化等因素综合影响下，区域融资分化加剧。

2023年，稳增长、防风险的政策基调未变。随着地方经济增长的恢复，城投企业所处外部环境有望回稳，但政府隐性债务严监管预计仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场转型仍是可持续发展的题中之义。中短期内，城投企业融资监管预计仍将有保有压，承担新型城镇化建设等重大项目的城投企业合理融资需求预计仍有一定保障，但高债务率而化债资源相对有限、同时近年土地出让大幅下降地区的城投企业再融资压力可能进一步加大。

### (3) 区域因素

桐庐县位于杭州都市经济圈和义乌商圆的重合部，以及三江两湖及杭州-黄山黄金旅游线的中段，传统优势产业为针织、制笔、箱包、医疗器械、水力发电设备制造等，近年来全县布局智慧化、生态化产业，具有一定发展潜力。近年来桐庐县经济和税收收入保持增长态势，但房地产和土地市场景气度有所下行，政府性基金预算收入同步下降。

桐庐县为杭州市下辖县，地处浙江省西北部、钱塘江中游，县域总面积 1825 平方公里，以丘陵山区为主，平原稀少，属浙西中低山丘陵区。桐庐县下辖 4 个街道、6 个镇、4 个乡；截至 2022 年末，桐庐县常住人口为 45.80 万人。从区位及交通条件看，桐庐县位于杭州都市经济圈和义乌商圆的重合部，境内水陆交通较为便捷，三小时经济圈可覆盖长三角重要地区。杭新景高速贯穿全县，桐庐县距杭州约 40 分钟车程，距上海、宁波约 2 个半小时车程，距萧山国际机场约 1 小时车程；同时，富春江由南而北纵贯县境东部，一方面，富春江黄金水道全年能通航 500 吨级的船舶，上游可到达衢州，下游可通往上海港、宁波港以及全国各地的内陆港口；另一方面，由于地处三江两湖（钱塘江、富春江、新安江、西湖、千岛湖）及杭州-黄山黄金旅游线的中段，县内拥有 20 余个各具特色的旅游景区以及诸多风景秀美的乡村，全县森林覆盖率达 72%，是较为理想的休闲度假目的地之一。

2020-2022 年，桐庐县地区生产总值分别为 371.77 亿元、414.90 亿元和 431.41 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 2.1%、9.5%和 3.5%。分产业看，2022 年桐庐县第一产业增加值为 27.61 亿元，同比增长 2.2%；第二产业增加值为 202.17 亿元，同比增长 4.9%；第三产业增加值为 201.63 亿元，同比增长 2.4%。近年来全县持续加大交通投资、生态环保、城市更新和水利设施投资及高新技术产业投资等，2020-2022 年固定资产投资增速分别为 23.4%、29.5%和 18.1%，持续快速增长，对当地经济发展提供较强支撑；近年消费增长存在较大波动，2020-2022 年消费增速分别为-5.7%、15.4%和 5.3%。2023 年第一季度，桐庐县实现地区生产总值 97.86 亿元，同比增长 6.7%，其中规模以上工业增加值为 29.83 亿元，同比增长 9.6%；服务业增加值为 52.88 亿元，同比增长 10.2%。同期固定资产投资增速为 22.7%；实现全社会消费品零售总额 35.47 亿元，同比增长 6.9%。当期主要经济指标处于回升态势。

图表 3. 2020 年以来桐庐县主要经济数据（单位：亿元、%）

指标	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	371.77	2.1	414.90	9.5	431.41	3.5	97.86	6.7
第一产业增加值	25.39	0.4	26.68	2.6	27.61	2.2	4.07	0.9
第二产业增加值	166.26	2.4	192.57	11.2	202.17	4.9	40.92	3.0
第三产业增加值	180.12	2.0	195.66	8.9	201.63	2.4	52.88	10.2
人均地区生产总值（万元）	8.23	-	9.13	-	9.45	-	-	-
全社会固定资产投资	-	23.4	-	29.5	-	18.1	-	22.7
房地产开发投资	36.98	-22.4	-	60.0	-	5.1	-	3.4
社会消费品零售总额	137.44	-5.7	158.62	15.4	166.99	5.3	35.47	6.9
进出口总额	75.31	0.4	95.86	26.7	142.30	48.6	25.27	39.9
三次产业结构	6.8:44.7:48.5		6.4:46.4:47.2		6.4:46.9:46.7		-	

资料来源：桐庐县人民政府网站

针织、制笔、箱包、医疗器械、水力发电设备制造等为桐庐县传统优势产业。桐庐县工业经济发展呈现外向度高、传统产业占比高、小微企业占比高、块状经济明显等特征，面临一定可持续增长压力。为适应新常态经济的发展趋势，桐庐县结合自身资源特征与优势，以智慧化、生态化理念发展产业经济，以富春江科技城、迎春商务区、富春山健康城、富春江（芦茨）乡村慢生活体验区等为产业发展平台，近年来重点布局以智慧安防、电子信息、电子商务、信息软件、智慧物流等为重点的信息经济，以及健康养生、休闲旅游等新兴服务业，例如支持海康威视、英飞特等龙头企业集群发展，培育壮大生物医药、医疗器械、汽车零部件、水力发电设备、磁性材料等特色产业，积极利用“互联网+”、

“机器人+”、“标准+”和“品牌+”，支持制笔、针织、箱包等传统制造业转型升级，产业结构不断优化。桐庐县不断发展电商及物流产业，一方面深化“快递回归”战略，延伸县内快递物流产业链，提升作为“中国快递之乡”的知名度，另一方面推进跨境电商发展，鼓励企业开展海外仓建设，建成农产品电商产业园，支持“农村淘宝”、“村邮乐购”等平台发展。此外，桐庐县不断拓展休闲旅游、健康服务、养生养老等领域。2022年，桐庐县完成规模以上工业增加值123.27亿元，同比增长6.4%；完成高新技术产业增加值91.49亿元，同比增长9.9%，占规模以上工业增加值的比重为74.2%；完成战略性新兴产业增加值69.95亿元，同比增长20.0%，占规模以上工业增加值的比重为56.7%；完成数字经济制造业增加值43.53亿元，同比增长3.5%，占规模以上工业增加值的比重为35.3%。

房地产方面，2020-2022年桐庐县房地产投资增速分别为-22.4%、60.0%和5.1%，呈现大幅波动。2022年及2023年第一季度房屋新开工面积同比分别下降62.3%和72.4%，呈大幅下降态势；2022年销售端也出现明显下滑，当年商品房销售面积同比下降34.7%，其中住宅销售面积同比下降29.5%，2023年第一季度同比显著回升，但或受季节性及其他超预期因素影响，综合看区域房地产市场景气度仍呈下行态势。

图表4. 2020年以来桐庐县房屋建设、销售情况（单位：万平方米、亿元、%）

指标	2020年		2021年		2022年		2023年第一季度	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速	数值	增速
房屋施工面积	240.58	9.6	-	-	284.58	4.2	194.45	-26.9
其中：住宅	83.88	192.3	-	-	213.86	1.7	148.39	-26.4
房屋新开工面积	-	-	-	-	26.83	-62.3	2.99	-72.4
其中：住宅	83.88	192.3	-	-	18.93	-66.1	2.58	-62.1
商品房销售面积	39.88	9.9	46.97	17.8	30.66	-34.7	9.60	72.5
其中：住宅	35.27	27.4	42.06	19.3	29.67	-29.5	8.11	46.4
商品房销售额	67.07	16.5	74.48	11.0	-	-	-	-
其中：住宅	62.62	24.0	71.68	14.5	-	-	-	-

资料来源：桐庐县人民政府网站

土地出让方面，2020-2022年，桐庐县土地出让面积分别为171.91万平方米、114.41万平方米和121.09万平方米，呈波动下降态势。近年成交土地的用地性质构成差异大，其中住宅用地和综合用地合计出让面积逐年下降，工业用地出让面积波动上升，2022年工业用地出让面积占比从2020年的41.07%上升至82.15%。近年土地出让总价主要因非工业用地出让规模的减少而逐年下降，2020-2022年，分别为61.70亿元、46.19亿元和15.50亿元。从土地价格看，2021-2022年非工业用地出让均价较2020年有所上涨，但因工业用地价格低，其高成交占比带动2022年全部土地出让均价显著下降。2023年第一季度，桐庐县实现土地出让总价8.10亿元，其中住宅用地出让面积超过2022年全年规模，但住宅用地出让均价较2022年显著下降。

图表5. 2020年以来桐庐县土地市场交易情况<sup>1</sup>

指标	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	171.91	114.41	121.09	22.62
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	4.06	0.00	8.94	12.28
综合用地（含住宅）出让面积（万平方米）	60.37	28.15	3.34	-
商办用地出让面积（万平方米）	22.70	14.13	7.00	3.36
工业用地出让面积（万平方米）	70.60	59.95	99.47	6.22
土地出让总价（亿元）	61.70	46.19	15.50	8.10
其中：住宅用地出让总价（亿元）	2.26	0.00	6.36	6.55
综合用地（含住宅）出让总价（亿元）	50.27	37.79	3.00	-

<sup>1</sup> 未披露其它用地。

指标	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
商办用地出让总价（亿元）	4.45	3.40	1.71	1.21
工业用地出让总价（亿元）	3.65	3.83	4.21	0.27
<b>土地出让均价（元/平方米）</b>	<b>3589</b>	<b>4037</b>	<b>1280</b>	<b>3582</b>
其中：住宅用地出让均价（元/平方米）	5561	-	7111	5338
综合用地（含住宅）出让均价（元/平方米）	8327	13425	8984	-
商办用地出让均价（元/平方米）	1961	2404	2450	3600
工业用地出让均价（元/平方米）	517	639	423	427

资料来源：中指数据

2020-2022年，桐庐县一般公共预算收入分别为34.22亿元、38.40亿元和41.49亿元，保持增长；其中税收占比分别为91.70%、92.32%和85.54%，2022年有所下降但仍处于较好水平。同期，桐庐县一般公共预算支出分别为56.41亿元、61.25亿元和75.17亿元，亦逐年增长；其中用于一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生及公共安全支出等刚性支出的占比分别为64.54%、60.87%和65.76%。同期，桐庐县一般公共预算自给率分别为60.66%、62.69%和55.19%，自给程度一般，对上级补助依赖较大。

2020-2022年，桐庐县政府性基金预算收入分别为77.18亿元、47.96亿元和40.28亿元，其中国有土地使用权出让收入分别为70.52亿元、43.65亿元和17.90亿元，受区域内房地产市场行情及土地出让进度等因素影响，占同期政府性基金预算收入的比重分别为91.37%、91.01%和44.44%，2022年占比显著下降主要系当年特许经营权收入增加15亿元所致。2020-2022年末，桐庐县政府债务余额分别为77.34亿元、82.58亿元和99.25亿元。

图表6. 桐庐县主要财政数据（单位：亿元）

指标	2020年	2021年	2022年
一般公共预算收入	34.22	38.40	41.49
其中：税收收入	31.38	35.45	35.49
一般公共预算支出	56.41	61.25	75.17
一般公共预算补助收入	24.03	21.93	-
政府性基金预算收入	77.18	47.96	40.28
其中：国有土地使用权出让收入	70.52	43.65	17.90
地方政府债务余额	77.34	82.58	99.25

资料来源：桐庐县人民政府网站

截至2023年5月末，桐庐县有存续债券的城投企业共8家，其中桐庐县国资委下属一级平台包括桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司（简称“桐庐国控”）、桐庐县文化旅游投资集团有限公司（简称“桐庐文旅”）、桐庐新城发展投资有限公司（简称“桐庐新城”）。桐庐国控为桐庐县核心的基础设施建设和国有资产运营主体，其下属核心子公司为该公司和桐庐县交通发展集团有限公司（简称“桐庐交发”），其中公司下属有发债子公司桐庐县城市建设投资集团有限公司（简称“桐庐城投”）和发债孙公司桐庐城市发展经营有限公司（简称“桐庐城发”）；桐庐交发主要负责交通类项目建设。桐庐县文化旅游投资集团有限公司（简称“桐庐文旅”）侧重旅游类项目开发建设；桐庐新城发展投资有限公司（简称“桐庐新城”）主要负责桐庐经开区内的市政工程建设及与园区招商引资相关的产业配套投资等。

图表7. 桐庐县主要存续债城投企业概况（单位：亿元、%）

企业名称	简称	控股股东	总资产	资产负债率	债券余额
桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司	桐庐国控	桐庐县国资委	675.88	69.87	97.00
桐庐投资建设发展集团有限公司	桐庐投资	桐庐国控	522.37	67.29	94.70
桐庐县交通发展集团有限公司	桐庐交发	桐庐国控	67.19	49.47	57.64
桐庐县城市建设投资集团有限公司	桐庐城投	桐庐投资	208.17	57.22	5.00

企业名称	简称	控股股东	总资产	资产负债率	债券余额
桐庐城市发展经营有限公司	桐庐城发	桐庐城投	64.80	55.46	10.00
桐庐县文化旅游投资集团有限公司	桐庐文旅	桐庐县国资委	102.12	48.02	5.00
桐庐芦茨慢生活体验区旅游开发有限公司	芦茨旅游	桐庐文旅	46.29	57.84	12.80
桐庐新城发展投资有限公司	桐庐新城	桐庐县国资委	233.93	63.21	31.10

资料来源：DM、公开评级报告，新世纪评级整理

注：财务数据为 2022 年末数据；债券余额为 2023 年 5 月末数据。

## 2. 业务运营

该公司是桐庐县重要的基础设施建设和国有资产运营主体之一，业务范围较广，收入来源较为分散。其中，工程代建为公司业务收入的最重要来源，该业务沉淀资金规模大，预计回收周期较长，加之在建项目仍存在资金需求，面临一定投融资压力；土地开发整理和安置房销售受结算进度影响，近年收入波动大；水务业务在桐庐县内具有一定区域专营性，但 2021 年以来收入因污水业务板块划出而有所下滑；安保、电站发电及工程结算等业务经营相对稳定。

该公司是桐庐县重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体之一，业务涉及基础设施建设、安置房建设、水务、发电、安保、租赁等，2020-2022 年分别实现营业收入 9.92 亿元、9.57 亿元和 8.44 亿元。其中基础设施建设对应的工程代建收入是贡献最大的收入来源，但近年受结算进度影响而逐年下降，2020-2022 年工程代建收入分别为 5.92 亿元、4.11 亿元和 3.24 亿元。土地开发整理和安置房销售受结算进度影响，近年收入波动大，2022 年收入贡献小，当年土地开发整理未实现收入，房产销售实现收入 0.15 亿元。此外，公司其他经营性业务范围较广，收入来源分散，是公司收入的重要构成，其中水务业务具备区域专营优势；安保、电站发电及工程结算等业务经营相对稳定；2020 年、2021 年公司分别新增砂石销售和商品销售业务，2022 年分别实现收入 0.50 亿元和 1.22 亿元，其中商品销售内容主要系土地指标出售。

2023 年第一季度，该公司实现营业收入 1.26 亿元，主要来源于安保、电站发电和商品销售，对应收入分别为 0.25 亿元、0.05 亿元和 0.41 亿元，占比分别为 19.67%、4.20%和 32.53%。

图表 8. 2020 年以来公司营业收入构成情况（单位：亿元）<sup>2</sup>

业务类型	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	9.92	100.00	9.57	100.00	8.44	100.00	1.26	100.00
工程代建	5.92	59.61	4.11	42.94	3.24	38.41	0.00	0.00
土地开发整理	0.00	0.00	0.73	7.58	0.00	0.00	0.00	0.00
房产销售	0.71	7.15	1.09	11.38	0.15	1.75	0.01	0.56
水务业务	0.91	9.14	0.59	6.13	0.67	7.99	0.00	0.00
安保	0.88	8.82	1.01	10.58	1.01	11.95	0.25	19.67
电站发电	0.34	3.39	0.32	3.30	0.25	3.00	0.05	4.20
工程结算	0.23	2.31	0.27	2.85	0.40	4.74	0.00	0.00
砂石销售	0.18	1.79	0.07	0.70	0.50	5.96	0.00	0.00
商品销售	-	-	0.59	6.20	1.22	14.51	0.41	32.53
其他	0.75	7.79	0.80	8.34	0.99	11.70	0.54	43.04

资料来源：桐庐投资

### (1) 主业运营状况

#### A. 基础设施建设

<sup>2</sup> 表格中明细加计数与合计数差异系四舍五入尾数差。

桐庐县范围内市政工程及公共配套设施建设是该公司的核心业务之一。自 2019 年起，桐庐卫星城建设开发有限公司（简称“卫星城公司”）<sup>3</sup>和桐庐绿水建设开发有限公司（简称“绿水公司”）<sup>4</sup>等作为业主方委托该公司本部及其下属子公司桐庐城投、桐庐城市基础建设有限公司（简称“桐庐城建”）、桐庐惠民建设有限公司（简称“惠民建设”）等开展基础设施代建业务，由业主方按照项目成本加代建管理费支付代建工程款，代建管理费比例一般为 15-20%。公司需定期将施工进度、已发生的工程成本及核定的利润率报业主方审定，待与业主方确认无误后，公司将审定的建设成本加核定的利润确认为收入，应收的代建工程款随项目进度逐步支付，全部款项在项目竣工后予以全部结清。

2020-2022 年，该公司分别确认工程代建收入 5.92 亿元、4.11 亿元和 3.24 亿元；结算项目主要包括 2021 年桐庐县老旧小区综合改造提升工程、中心广场改造提升工程、2020 年桐庐县老旧小区综合改造提升工程、320 国道（大源溪至江南镇政府以东段）改建工程及 320 国道综合整治工程等。2023 年第一季度，公司未确认工程代建收入。截至 2023 年 3 月末，公司在建基础设施项目主要包含分水智能产业园、旱地改水田、桐庐县妇幼保健院迁建项目、桐庐县第一人民医院（县 120 急救中心）迁建项目、杭州亚运会马术项目工程及舞象山道路道路建设工程等，计划总投资 135.17 亿元，已完成投资 99.65 亿元。

图表 9. 截至 2023 年 3 月末公司主要在建代建基础设施项目情况（单位：亿元）<sup>5</sup>

项目名称	计划总投资	已投资
分水智能产业园	4.24	2.40
旱地改水田	25.00	19.50
桐庐县妇幼保健院迁建项目	4.24	4.21
桐庐县第一人民医院（县 120 急救中心）迁建项目	15.99	7.31
杭州亚运会马术项目工程	8.85	9.88 <sup>6</sup>
舞象山道路道路建设工程	12.89	3.84
桐庐县城污水零直排（二期）工程	1.10	0.57
桐庐县公共卫生临床中心项目	1.45	0.35
城西区块（白云源路以北，金中路以东）城中村改造征迁项目	12.69	11.85
城西城中村改造安置房建设项目（大庄里二期）	9.58	4.86
规划展示馆工程	1.89	1.78
水利工程*	17.87	17.87
徐七线*	1.71	1.71
20 省道桐庐段*	2.51	2.51
县城三线入地工程(2012)24 号*	1.85	1.85
春江西路整治工程(2012) *	1.67	1.67
县城浮桥埠区块桥北路工程*	1.04	1.03
县包山儿童公园（2010）132 号*	1.00	1.00
桐庐县城城南路提升改造工程（2015）78 号*	4.53	2.26
富春江水利风景区滨水风光带（洋洲段）*	5.07	3.20
<b>合计</b>	<b>135.17</b>	<b>99.65</b>

资料来源：桐庐投资

此外，桐庐千岛湖配套引水工程、桐庐农村生活污水提升改造项目工程、桐庐第二自来水厂及配套管网建设工程等为该公司自营项目，资金来源均为公司自筹，未来拟通过项目运营实现资金平衡。截至 2023 年 3 月末，公司主要在建自营项目总投资 26.52 亿元，已投资 17.74 亿元。其中，横村时尚智造产业园项目为本期债券募集资金拟投资项目，该项目位于浙江省杭州市桐庐县，建设项目用地主要分为东区和西区两个区块，南侧为徐七线（北环路），北侧为深畈路，西侧为桐庐谷田围巾厂，东侧为悦心路，用地总面积 3.54 万平方米；建设内容含东区建设 4 幢建筑和西区建设 8 幢建筑，包括 1 幢

<sup>3</sup> 桐庐县国资委对卫星城公司持股比例为 100%。

<sup>4</sup> 桐庐县财政局（桐庐县人民政府国有资产监督管理办公室）和桐庐城投分别对绿水公司持股 50%。

<sup>5</sup> 表格数据根据公司提供的最新资料调整，带\*号项目因持续未决算暂列在建。

<sup>6</sup> 因亚运会延后，导致已投资金额扩大。

办公楼服务大楼 10 层、1 幢宿舍大楼和 10 幢 5 层厂房；工程建设期为 24 个月，2020 年 3 月起进行可研编制与报批，截至 2023 年 3 月末已完成投资 1.78 亿元；根据本期债券募集说明书测算，该项目收入包括厂房租售收入、办公及宿舍区租赁收入、停车位及充电桩收入等，项目在运营期内可实现营业收入总额为 3.20 亿元，在本期债券存续期内可实现收入 2.47 亿元，扣除相关税费等税后净收益为 2.06 亿元。

图表 10. 截至 2023 年 3 月末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
桐庐千岛湖配套引水工程	3.47	3.17
桐庐农村生活污水提升改造项目工程	3.60	3.27
农饮水达标提标改建工程（分水）	2.60	2.32
桐庐第二自来水厂及配套管网建设工程	4.40	3.09
桐庐县农村饮用水达标提标改造工程（富春江区域）	2.20	1.77
合村小木厂乡创园工程	0.17	0.17
横村时尚制造产业园	2.40	1.78
桐庐农副产品批发市场项目	7.68	2.17
<b>合计</b>	<b>26.52</b>	<b>17.74</b>

资料来源：桐庐投资

截至 2023 年 3 月末，该公司拟建项目计划总投资为 11.92 亿元，其中桐庐智慧水务服务中心项目、桐庐剧院、宾馆提升改造项目等项目为公司自营项目，总投资金额合计为 10.80 亿元，未来拟通过项目运营实现资金平衡。总体看，公司代建基础设施项目沉淀资金规模较大，资金回笼较缓；自营项目投入和投资计划规模较大，后续运营收益实现受市场需求等因素影响而存在不确定性。

图表 11. 截至 2023 年 3 月末公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	计划总投资	建设周期
桐庐智慧水务服务中心项目	自营	0.80	2 年
桐庐剧院、宾馆提升改造项目	自营	2.50	3 年
浮桥埠安置房建设工程	自营	3.00	2 年
桐庐县垃圾焚烧发电厂重建工程	自营	4.50	3 年
城西区块征迁配套道路工程——峙山路（G320 国道-云栖路段）	委托代建	1.12	2 年
<b>合计</b>	-	<b>11.92</b>	-

资料来源：桐庐投资

## B. 土地开发整理

该公司受桐庐县政府委托，负责对授权区域的土地进行征拆及平整，开发的土地由生地变为熟地并具备出让条件后交由桐庐县政府统一规划并按照“招、拍、挂”流程出让，公司仅承担土地一级开发业务，不承担土储中心负责的土地储备、土地出让、管理土地交易场所等其他职能。2019 年起，公司土地开发业务模式为成本加成模式，成本加成比例一般为 10-25%。

2020 年，该公司未实现土地开发整理业务收入。2021 年，公司完成对城南街道瑶琳西路与大丰路交叉口东南侧地块的整理与出让，该地块面积为 7.08 万平方米，公司投入开发成本为 0.60 亿元，于当年确认收入并收到回款 0.73 亿元。2022 年及 2023 年第一季度，公司未实现土地开发整理收入。该业务收入实现受结算进度影响而存在大幅波动。

图表 12. 2019 年以来公司土地开发整理项目结算情况（单位：万平方米、亿元）

地块名称/区位	类别	开发成本	确认收入	确认时点	回款情况
桐庐县原方家自然村拆迁区块	商住	0.99	1.10	2019 年	全部回款
城南街道瑶琳西路与大丰路交叉口东南侧地块	教育用地	0.60	0.73	2021 年	全部回款
<b>合计</b>	-	<b>1.59</b>	<b>1.83</b>	-	-

资料来源：桐庐投资

截至 2023 年 3 月末，该公司在开发地块为桐庐县桐江职业学校地块，为商住用地，土地面积为 13.51 万平方米，已完成投资 2.49 亿元，已完工达到净地要求，处于待出让状态。

### C. 安置房业务

该公司按照桐庐县政府的规划和部署进行安置房建设及处置。公司原以计划安置总户数的 1.3-1.4 倍建设安置房，其中用于安置的房源以政府限定价格向特定安置户销售，剩余房源进行市场化销售。2018 年起，公司按照桐庐县政府部署就安置房项目进行建设，建设套数与计划安置户数一致，除配套商业外，不再采用市场化销售，安置房定向销售价格为当地同类型商品房价格的 60-80%。此外，针对桐庐县部分总投资规模较大、户数较多的安置房项目，采用定向安置与政府回购相结合的方式，项目竣工后未及时安置的部分，由政府予以分期回购，以减少公司资金压力。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司房产销售收入分别为 0.71 亿元、1.09 亿元、0.15 亿元和 0.01 亿元，收入主要来自龙潭安置小区、春江景苑、芝溪垅安置小区、桐庐滩头安置房等项目；同期毛利率分别为-84.32%、15.92%、-89.47%和-43.01%，由于定向销售的盈利空间远小于市场化销售部分，受各年间不同销售模式的房源占比不同影响，近年房产销售业务毛利率波动大。截至 2023 年 3 月末，公司主要已完工在售安置房项目包括春江景苑安置小区、龙潭安置小区等，总投资为 26.13 亿元，累计销售金额为 8.96 亿元。

图表 13. 截至 2023 年 3 月末公司主要已完工在售安置房项目情况（单位：亿元、万平方米、%）

项目名称	总投资	竣工面积	销售面积	销售进度 <sup>7</sup>	已销售金额
春江景苑安置小区	10.65	35.30	8.90	29.01	3.09
龙潭安置小区	2.20	21.70	20.80	95.87	2.40
富春居及桐君苑安置房项目（一期） <sup>8</sup>	7.05	13.00	-	-	-
保障性住房项目	0.97	3.98	1.40	35.16	0.39
芝溪垅安置小区	1.35	5.44	1.38	94.74	1.47
桐庐滩头安置房	3.91	11.95	0.46	35.81	1.61
<b>合计</b>	<b>26.13</b>	<b>91.37</b>	<b>32.94</b>	-	<b>8.96</b>

资料来源：桐庐投资

截至 2023 年 3 月末，该公司主要在建安置房项目计划总投资为 131.12 亿元，已完成投资 72.02 亿元，尚有较大规模的投资需求。其中，桐庐县城大联区块（垅背、石马边、武举塘）城市有机更新项目的子项目大联区块（石马边）安置房工程项目为本期债券募集资金拟投资项目，项目用地面积约为 33439.72 平方米（约合 50.16 亩）；新建总建筑面积约为 127808.64 平方米；该项目总投资为 12.46 亿元，截至 2023 年 3 月末已完成投资 4.30 亿元；根据本期债券募集说明书测算，该项目收入包括住宅收入、配套商业收入、停车位收入、充电桩收入等，项目运营期内收入总额为 13.40 亿元，扣除相关税费等税后净收益为 12.97 亿元。

图表 14. 截至 2023 年 3 月末公司主要在建安置房情况<sup>9</sup>（单位：亿元、万平方米）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资
拆迁安置项目（浮桥埠）	6.34	7.09	7.09

<sup>7</sup> 部分项目销售进度计算加计安置面积。

<sup>8</sup> 该项目与二期合并开发，暂未对外销售。

<sup>9</sup> 部分项目尚未竣工决算，故暂列示于在建项目情况表中。

项目名称	建筑面积	总投资	已投资
开元街区块	12.98	7.05	7.05
江南镇窄溪安置房项目	18.33	4.60	4.60
柴埠区块安置房项目	52.61	16.11	16.11
分水镇农民集聚安置项目（桥东村C区） <sup>10</sup>	5.64	1.50	2.39
桐庐县城南街道城西区块拆迁改造一期安置房工程	11.94	13.80	11.85
桐君街道牛山坞、西武山区块棚改项目	3.58	6.32	3.27
桐庐县城大联区块（垅背、石马边、武举塘）城市有机更新项目	24.00	24.97	6.13
桐庐县城南街道乔林新建区块城中村改造项目	22.52	49.68	13.53
<b>合计</b>	<b>157.94</b>	<b>131.12</b>	<b>72.02</b>

资料来源：桐庐投资

#### D. 水务业务

该公司水务板块业务主要包括自来水供应、污水处理<sup>11</sup>及水管管网铺设等，经营主体主要为桐庐水务有限公司（简称“桐庐水务”）和桐庐分水水务有限公司（简称“分水水务”），公司供水及污水处理业务由于具有一定的公益性质，桐庐县政府会给予一定的水资源返还费及污水处理费补贴等，但具体规模较不稳定。2020-2022年，公司分别实现自来水及污水处理业务收入0.91亿元、0.59亿元和0.67亿元，毛利率分别为26.96%、14.22%和10.77%，主要因污水处理业务移交住建局后不再确认相应收入导致2021年收入显著下降，毛利率同步下滑12.74个百分点至14.22%。2023年第一季度，公司未确认水务业务收入。

桐庐水务是桐庐城区唯一的供水企业，水源主要来自富春江，截至2022年末日供水能力为25.00万吨，供水类型包括居民生活用水、非居民用水和特种用水。各类用户实行分类定价，水费收入月结，结算方式以现金和汇款为主。水价标准由桐庐县物价局统一规定，居民用水价格调整等受到较强的政府管控。近年来，用户数及管网总长度等指标逐步上升原因系随着城乡供水一体化发展，周边中心乡镇（街道）供水业务亦逐步纳入城区统一管辖。截至2022年末，公司供水管网总长度和用户数分别为690.00公里、9.68万户。2020-2022年及2023年第一季度公司售水量分别为2442万吨、2624万吨、3743.28万吨和763.19万吨。

图表 15. 公司水务业务情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
供水能力（万吨/日）	10.00	13.00	25.00	25.00
用户数（万户）	9.10	9.68	9.68	9.69
管网总长度（千米）	598.21	627.00	690.00	706.00
供水量（万吨）	3081.00	3251.00	4509.04	919.25
售水量（万吨）	2442.00	2624.00	3743.28	763.19
管网漏损率（%）	15.00	9.47	9.50	9.55
水质合格率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：桐庐投资

此外，桐庐水务下属桐庐管道承装有限公司主要从事供水管网铺设业务，反映为公司的工程结算收入，2020-2022年分别为0.23亿元、0.27亿元和0.40亿元，收入规模主要与项目建设及结算进度相关；同期毛利率分别为-45.23%、21.60%和20.85%，其中2020年毛利率为负主要因当年主要就零星安装工程进行结算，部分收入已于以前年度结算叠加安装工程人员工资成本支出较高所致。

#### E. 电站发电

该公司电站发电业务主要由桐庐县分水江水力发电有限公司（简称“水力发电公司”）经营。水力

<sup>10</sup> 该项目投资超概算系已投资部分涵盖前期征拆迁部分投入所致。

<sup>11</sup> 2020年9月，根据桐庐县人民政府专题会议纪要，将污水处理板块管理权移交至桐庐县住建局，该公司不再确认污水处理业务收入及成本。

发电公司成立于 2003 年，由公司及民营企业浙江华威建材集团有限公司分别持股 51%和 49%，可控装机容量为 3 万千瓦，主要向华东电网供电。发电量主要与当地降水量相关，2020-2022 年及 2023 年第一季度公司发电量分别为 0.72 亿千瓦时、0.74 亿千瓦时、0.50 亿千瓦时和 0.12 亿千瓦时，发电收入分别为 0.34 亿元、0.32 亿元、0.25 亿元和 0.05 亿元；同期毛利率分别为 52.17%、36.30%、22.75%和-3.60%。

图表 16. 电站发电业务数据

指标	2020 年	2021 年	2022 年	2022 年第一季度
可控装机容量（万千瓦）	3	3	3	3
发电量（亿千瓦时）	0.72	0.74	0.50	0.12
上网电量（亿千瓦时）	0.71	0.74	0.50	0.12
上网电价（元/千瓦时）	0.52	0.54	0.53	0.57

资料来源：桐庐投资

#### F. 安保、砂石销售、商品销售及其他

除上述业务外，该公司还涉及安保、砂石销售、商品销售以及以物业为主的其他业务板块。其中，安保业务由子公司桐庐县保安服务有限公司负责运营，主要客户为政府机关、企事业单位、银行等，服务内容包括门卫、巡逻、守护、押运、安检等，2020-2022 年及 2023 年第一季度，安保业务收入分别为 0.88 亿元、1.01 亿元、1.01 亿元和 0.25 亿元。

物业板块包括租赁业务和摊位管理业务，租赁业务主要由桐庐县市场发展有限公司（简称“市场发展公司”）和桐庐县户外公益设施管理有限公司（简称“户外公益管理公司”）负责运营。其中，市场发展公司负责出租公司持有的商铺和农贸市场摊位；户外公益管理公司负责出租户外广告牌牌位。2020-2022 年及 2023 年第一季度，物业收入分别为 0.41 亿元、0.30 亿元、0.50 亿元和 0.04 亿元。

2020 年，该公司新增砂石销售业务。根据《关于同意授予桐庐县管辖范围内的河道砂石资源开采权的批复》，为加强桐庐县管辖范围内的河道采砂管理，维护防洪安全，提高资源再利用能力，桐庐县人民政府将桐庐县管辖的指定区域砂石资源开采权授予子公司桐庐城建，依法进行相关设施建设和生产经营。2020-2022 年，公司砂石销售分别确认收入 0.18 亿元、0.07 亿元和 0.50 亿元，毛利率分别为 -3.96%、-249.22%和-50.24%，由于开采的河道段砂石质量较差以及采砂许可权摊销的影响，该业务亏损明显。2023 年第一季度，公司未确认砂石销售业务收入。

2021 年，该公司新增商品销售业务，主要由桐庐县土地整治开发有限公司负责，业务内容为出售用地指标，2021-2022 年及 2023 年第一季度分别实现收入 0.59 亿元、1.22 亿元和 0.41 亿元，毛利率分别为-12.22%、-6.48%和-20.37%，亏损原因系出售指标较少而发生成本较高。

#### (2) 运营规划/经营战略

该公司将持续定位于桐庐县城市建设、国有资产运营和资源开发主体，致力于加快推动区域经济建设进程。公司计划探索更加有效的公共资产运营体制和投资方式，尽力确保桐庐县重点建设项目、重点拆迁改造项目和重点乡镇城乡统筹项目资金需求；并通过优化资产配置，增强效益，通过合理调度资金，加强资金监管，提高使用绩效。

## 管理

该公司为桐庐县国资委出资设立的国有独资企业，桐庐国控为唯一股东，实际控制人为桐庐县国资委。公司已建立基本的法人治理结构和组织管理架构，管控县内多家市政建设及国有资产运营平台，信用记录良好。

## 1. 公司治理

截至 2023 年 5 月末，该公司注册资本和实收资本均为 1.80 亿元，桐庐国控为唯一股东，实际控制人为桐庐县国资委。公司股权状况详见附录一。

该公司按照相应法律法规及经营需要制定了公司章程，建立了法人治理机制。公司不设股东会，由桐庐国控行使股东会职权；公司设董事会，成员为 5 人，其中非职工代表董事 3 人，由桐庐国控委派，职工代表董事 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生，董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生，任期不得超过董事任期，但连选可以连任；公司设监事会，成员为 5 人，其中非职工代表 1 人，由桐庐国控委派，职工代表 4 人，由公司职工代表大会民主选举产生，监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生，监事任期每届三年，监事任期届满，连选可以连任；公司设经理，由董事会聘任或解聘，经理对董事会负责。截至目前，公司董事、监事及管理层均已到位。

根据该公司审计报告，公司关联方主要为合营企业、联营企业、股东桐庐国控以及其他控制的企业。截至 2022 年末，公司关联交易主要体现为关联担保及对关联方的应收款项。其中公司及下属子公司作为担保方对桐庐交通资产经营有限公司（简称“桐庐交资”）、桐庐县交通建设有限公司和桐庐国控提供担保金额合计为 8.80 亿元；同时公司作为被担保方，由股东桐庐国控、桐庐交发及桐庐县铁路建设投资开发有限公司等关联方提供的担保金额合计为 70.46 亿元。此外，关联方应收应付款项方面，2022 年末，公司应收桐庐交资往来款金额为 0.84 亿元；应付桐庐国控、绿水公司及桐庐县中小企业担保有限公司往来款金额分别为 7.33 亿元、5.85 亿元和 0.16 亿元。

## 2. 运营管理

该公司是桐庐县重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体之一，具体业务由下属子公司运营，本部主要承担统筹管控职能。经过多年发展，公司已建立基本的组织架构。在部门设置方面，公司设立了办公室（人力资源部）、党群工作部（信访室）、纪检审计部（风控法务部）、计划财务部（会计结算中心）、融资管理部、投资发展部、工程管理部和公用事业部 8 个职能部门，对工程、财务及行政后勤等方面进行管理，各部门职责分工明确，可较好满足公司经营发展需要。公司组织架构详见附录二。

该公司根据管理需要制定了制度汇编，并参照执行。公司在财务管理、内部审计、融资管理及对外担保等方面实行制度化管理，基本能够控制公司经营活动中的主要风险，并确保公司战略目标的实现。在财务管理方面，公司财务工作在董事会领导下由总经理具体组织实施，由计划财务部具体负责公司的会计核算和财务管理，建立健全财务管理，监督财务收支，加强资金、预算、成本费用等财务管理，确保公司财务规范、安全、高效、经济运作，并对货币资金、成本费用、往来账款、资产管理、对外投资及工程项目等方面进行了详细规定。内部审计方面，公司按照相关规定对公司及全资、控股企业的经营活动包括但不限于财务收支、财务预决算、资产质量、营运绩效、项目投资及风险控制等经济活动的真实性、合法性、合规性和有效性进行独立监督和评价，达到预防、发现、纠正、查处经营管理中的违法违规违纪行为，防范和化解经营风险，提高经营管理水平，实现依法合规稳健经营的目的。融资管理方面，公司融资活动应配合计划财务部实行年度统筹、季度平衡、月度执行的管理方式，根据战略需要、业务计划、经营状况以及资本市场行情等情况，编制年度融资计划，并据此分解至季度和月度融资计划；必要时根据特定项目的需要编制专项融资计划。在对外担保方面，公司相关担保事项由融资部作为担保合同主办部门负责办理，规定公司不得以公司资产为任何自然人、非国有企业及其他非国有经济组织提供债务担保；公司、全资及控股子公司对外担保总额达到或超过自身最近一期经审计净资产的 50%时，应按月于公开市场进行对外担保的信息披露。

## 3. 严重不良行为记录

根据该公司提供的本部 2023 年 5 月 23 日的《企业信用报告》，公司已结清贷款中存在 10 笔关注类贷款，根据公司提供的情况说明，原因系相关银行将县级政府平台贷款纳入关注类别登记所致，相关贷款未发生逾期及不良；根据子公司桐庐城投 2023 年 5 月 22 日的《企业信用报告》，已结清贷款中

存在 18 笔关注类贷款，根据桐庐城投提供的情况说明，原因系相关银行将县级政府平台贷款纳入关注类别登记所致，相关贷款未发生逾期及不良。除此外公司信贷记录无异常。根据 2023 年 6 月 8 日国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院失信被执行人名单信息公布与查询平台、证券期货市场失信记录查询平台信息查询结果，未发现公司存在重大异常情况。

## 财务

近年来，为满足项目建设及对外资金拆借等需求，该公司已积累较大规模的刚性债务并持续扩张，财务杠杆水平逐步抬升，负债经营程度偏高，债务偿付压力加大。公司以管理费用和财务费用为主的期间费用对公司利润侵蚀严重，盈利对政府补贴依赖较重。公司以项目代建为主的存货及往来款维持较大规模，资金回笼时点存在不确定性，资金占用压力较大。此外，公司对外担保规模大，担保对象众多，面临一定的担保代偿风险。

### 1. 数据与调整

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020-2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照企业会计准则及其应用指南和准则解释的规定进行确认和计量，在此基础上编制财务报表。

2020 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 36 家，较 2019 年末新增 2 家，分别为新设立的蜂网控股有限公司和浙江蜂网集采信息技术有限公司，其中蜂网控股有限公司注册资本为 1.00 亿元人民币，公司对其直接持股 60%，业务范围主要为技术开发、信息咨询服务等；浙江蜂网集采信息技术有限公司注册资本为 1000 万元人民币，公司间接持股 100%，业务范围主要为供应链管理服务等。2021 年末，公司纳入合并范围的子公司共 36 家，较 2020 年末新增 1 家，为新设立的桐庐君山融资担保有限公司，注册资本为 1.00 亿元人民币，公司对其直接持股 100%，主要从事为融资担保业务等；注销 1 家公司桐庐分水天溪管道安装有限公司，其全部业务、资产、负债由桐庐管道承装有限公司依法承继。2022 年末，公司纳入合并范围的子公司共 38 家，较 2021 年末新增 2 家，分别为新设立的浙江云庐数字科技有限公司和桐庐抽水蓄能有限公司，其中浙江云庐数字科技有限公司注册资本为 1000 万元人民币，公司对其直接持股 100%，业务范围主要为软件技术开发等；桐庐抽水蓄能有限公司注册资本为 5.00 亿元人民币，公司对其直接持股 100%，主要从事水力发电业务。截至 2023 年 3 月末，公司合并范围较 2022 年末无变化。

### 2. 资本结构

#### (1) 财务杠杆

近年来，为满足项目建设及对外拆借资金需求，该公司负债规模持续扩张，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末公司负债总额分别为 271.17 亿元、308.97 亿元、351.50 亿元和 385.86 亿元；资产负债率分别为 63.15%、65.51%、67.29%和 69.44%，亦呈上升趋势。

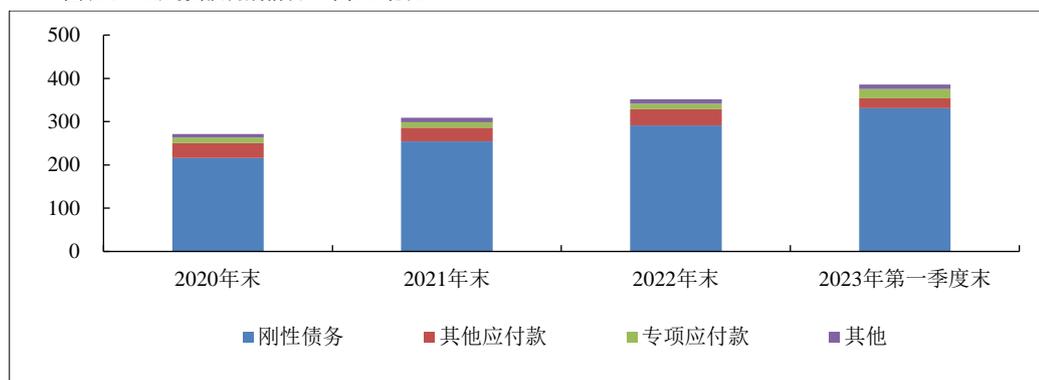
随着政府注资及经营积累，该公司资本实力持续增强。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末所有者权益分别为 158.24 亿元、162.68 亿元、170.87 亿元和 169.85 亿元。2020 年末以来公司实收资本保持不变，均为 1.80 亿元；所有者权益增量主要来自资本公积，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末公司资本公积分别为 140.37 亿元、143.47 亿元、150.82 亿元和 150.89 亿元，其中 2021 年末较 2020 年末增长 2.21%系收到财政拨款 3.11 亿元计入资本公积；2022 年末较 2021 年末增长 5.13%系收到无偿划入的绿水公司股权 7.37 亿元计入资本公积。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司实收资本及资本公积合计占所有者权益的比重分别为 89.84%、89.30%、89.32%和 89.90%，权益资本稳定性较高。

## (2) 债务结构

该公司负债以非流动负债为主，近年来的债务增量以长期融资为主，与安置房和基础设施项目的长建设周期相匹配，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末长短期债务比分别为 135.64%、213.43%、179.01% 和 243.24%。从具体构成来看，2022 年末公司负债主要构成包括刚性债务、其他应付款和专项应付款等。其中，以银行借款和应付债券为主的刚性债务余额为 291.42 亿元，占负债总额的 82.91%；其他应付款余额为 37.45 亿元，占负债总额的 10.65%，主要为应付桐庐国控（7.33 亿元）、绿水公司（5.85 亿元）、桐庐玖里名洲综合开发有限公司（4.82 亿元）、桐庐县土地储备中心（4.39 亿元）和桐庐县财政局（3.51 亿元）等桐庐县国有企业及政府单位款项，余额较上年末增长 18.28%，主要系应付往来款项增加所致；专项应付款余额为 12.52 亿元，主要为旱地改水田工程、开元街及浮桥埠区块拆迁改造工程等收到的专项资金，余额较上年末增长 4.36%。此外，公司因执行新会计准则 2021 年末新增合同负债 4.30 亿元，2022 年末余额为 4.67 亿元，较上年末增长 8.68%，主要为预收商品款。

截至 2023 年 3 月末，该公司负债总额为 385.86 亿元，较上年末增长 9.77%，其中刚性债务余额为 330.93 亿元，较 2022 年末增长 13.56%，占负债总额的 85.76%；其他应付款余额为 23.31 亿元，较上年末下降 37.73%，主要系上年末应付桐庐国控 7.33 亿元往来款全部偿还所致；专项应付款余额为 21.54 亿元，较 2022 年末大幅上升 72.07%，主要系新增城市基础设施工程项目资金 8.99 亿元所致。除此外，当期末其他负债科目构成较上年末未发生重大变化。

图表 17. 公司负债构成情况（单位：亿元）



注：根据桐庐投资提供的资料计算、绘制

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 215.93 亿元、254.74 亿元、291.42 亿元和 330.93 亿元，占负债总额的比重分别为 79.63%、82.45%、82.91%和 85.76%，股东权益与刚性债务比率分别为 73.29%、63.86%、58.63%和 51.33%，股东权益对刚性债务的保障程度逐年下降。同期末公司短期刚性债务余额分别为 74.26 亿元、57.44 亿元、79.46 亿元和 80.07 亿元，短期刚性债务占比分别为 34.39%、22.55%、27.27%和 24.19%，刚性债务期限结构以中长期为主。银行借款和发行债券为公司最主要的融资形式，此外有部分地方政府专项债券资金融入以及融资租赁等其他融资。截至 2023 年 3 月末，公司银行借款、应付债券、政府债券资金、融资租赁等其他融资余额<sup>12</sup>占刚性债务的比重分别为 55.13%、34.13%、3.37%和 7.37%。

截至 2023 年 3 月末，该公司银行借款余额为 182.38 亿元，以保证借款为主，担保方主要为股东桐庐国控及公司本部。从期限结构看，同期末公司银行借款中短期借款及一年内到期的长期借款合计金额为 33.49 亿元，占银行借款的比重为 18.41%；从资金成本来看，公司银行借款利率主要集中于 4.00%-6.50%之间。2023 年 3 月末，公司融资租赁等其他融资规模合计为 24.38 亿元，其中一年内到期部分余额为 12.09 亿元，对应资金成本介于 5.50%-9.37%之间，部分于 2017-2019 年融入的资金成本偏高。此外，公司作为桐庐县内重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体之一，承担了较重的市政建设任务，可获得地方政府在专项债券资金方面的支持，截至 2023 年 3 月末，公司获得的政府专项债券资金余额为 11.14 亿元。

<sup>12</sup> 含对应的一年内到期部分和应付利息。

图表 18. 2023 年 3 月末公司银行借款情况（单位：亿元）

分类	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
信用借款	0.00	1.50	1.58	3.08
保证借款	13.19	16.97	135.20	165.36
抵押借款	0.00	0.05	0.34	0.39
质押借款	0.00	1.00	4.00	5.00
抵押及保证	0.00	0.02	1.75	1.78
质押及保证	0.00	0.76	6.01	6.77
<b>合计</b>	<b>13.19</b>	<b>20.30</b>	<b>148.89</b>	<b>182.38</b>

资料来源：桐庐投资

债券发行方面，该公司较早拓展直融渠道，除公司本部以外，子公司桐庐城投和桐庐城发亦逐步参与债券市场融资。近年来公司合并范围内发行债券规模呈逐年较快增长趋势，外部融资对于债券的依赖程度较大。截至 2023 年 5 月末，公司合并范围内存续债券本金余额合计为 111.70 亿元，其中公司本部、桐庐城投和桐庐城发作为债券发行主体存续债券余额分别为 96.70 亿元、5.00 亿元和 10.00 亿元。

图表 19. 截至 2023 年 6 月 8 日公司合并范围内存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行主体	发行金额	发行日期	期限	发行利率	期末余额
20 桐庐国资 PPN001	桐庐投资	10.00	2020.08.11	3+2 年	4.25%	10.00
20 浙桐庐国投 ZR002	桐庐投资	2.00	2020.12.25	3 年	5.35%	2.00
20 桐资 01	桐庐投资	10.00	2020.11.03	3 年	4.78%	10.00
21 桐资 01	桐庐投资	10.00	2021.01.21	3 年	5.00%	10.00
21 桐庐国资 PPN001	桐庐投资	10.00	2021.01.25	3+2 年	5.01%	10.00
21 桐投 01	桐庐投资	15.00	2021.06.21	3+2 年	4.30%	15.00
22 桐庐国资 MTN001A	桐庐投资	5.00	2022.04.21	3+2 年	3.55%	5.00
22 桐庐国资 MTN001B	桐庐投资	5.00	2022.04.21	5 年	4.16%	5.00
22 桐庐国资 MTN002	桐庐投资	7.70	2022.07.11	5 年	4.05%	7.70
22 桐资 01	桐庐投资	5.00	2022.09.26	3 年	3.27%	5.00
22 桐投债 01	桐庐投资	7.00	2022.12.23	7 年	4.48%	7.00
23 桐庐国资 CP001	桐庐投资	10.00	2023.05.26	1 年	2.95%	10.00
23 桐庐城投 MTN001	桐庐城投	5.00	2023.01.10	3+2 年	4.85%	5.00
20 桐发 01	桐庐城发	6.00	2020.09.11	3+2+2 年	4.61%	6.00
21 桐发 01	桐庐城发	4.00	2021.11.29	3+2+2 年	4.60%	4.00
<b>合计</b>	-	<b>111.70</b>	-	-	-	<b>111.70</b>

资料来源：桐庐投资

### 3. 现金流量

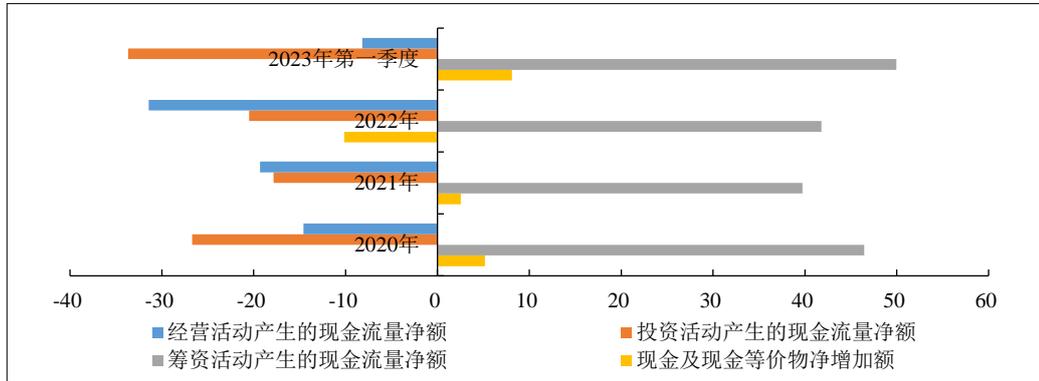
该公司水务、安保及电站发电等经营性业务获现能力较强，工程项目结算收入对应收现进度存在一定波动但总体较好，2020-2022 年，公司营业收入现金率分别为 117.82%、103.90%和 133.60%。同期，由于工程代建结算及回款进度显著缓于建设投入进度且公司持续保持较大规模的项目投入，公司经营环节现金流近年持续大额净流出，经营活动产生的现金流量净额分别为-14.60 亿元、-19.32 亿元和-31.42 亿元。

该公司投资环节现金收支涉及资金拆借、合伙企业股权投资和自营项目投入等多项活动。2020-2022 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-26.69 亿元、-17.85 亿元和-20.52 亿元。为弥补经营及投资环节资金缺口，近年来公司保持较大外部筹资力度，2020-2022 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 46.44 亿元、39.73 亿元和 41.80 亿元。

2023 年第一季度，该公司营业收入现金率为 85.86%，由于仍保持较大规模的项目投入，当期经营活动产生的现金流量净额为-8.17 亿元；投资活动现金净流出 33.68 亿元，主要为公司自营在建项目资

金投入以及资金对外拆借等；经营及投资活动产生的资金缺口仍依靠筹资弥补，当期公司筹资活动产生的现金流量净额为 49.97 亿元。

图表 20. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：桐庐投资

#### 4. 资产质量

2020-2022 年末，该公司资产总额分别为 429.41 亿元、471.65 亿元和 522.37 亿元，其中 2022 年末资产总额较上年末增长 10.75%。从具体构成来看，公司资产主要构成包括货币资金、其他应收款、存货、固定资产、在建工程及无形资产等。2022 年末，公司货币资金余额较上年末下降 28.09%至 25.96 亿元，占资产总额的 4.97%，不存在受限货币资金；其他应收款余额较上年末下降 1.28%至 86.02 亿元，以往来款为主，应收对象主要包括桐庐县金融控股有限公司、桐庐县人民政府城南街道办事处、桐庐县富春未来城开发建设有限公司及其他桐庐县政府单位及投资建设主体等，整体规模较大且部分款项账龄较长，资金占用压力仍较大；随着基建及保障房项目的投入，公司存货余额较上年末增长 18.91%至 314.28 亿元，主要包括以安置房开发成本投入为主的开发成本 114.04 亿元、开发产品 3.29 亿元和代建项目投入形成的合同履约成本 196.81 亿元等；固定资产余额为 11.00 亿元，较上年末增长 8.17%，主要为购置的房屋、建筑物及转入的已完工在建工程项目；在建工程余额为 15.88 亿元，较上年末增长 28.87%，主要系对桐庐第二自来水厂及配套管网建设工程、桐庐县千岛湖配水配套引水主体工程、农饮水达标提标改建工程项目的持续投入等；无形资产余额 39.72 亿元，主要包含桐庐县人民政府向公司注入的砂石资源开采权以及公司购置的停车场收益权，余额较上年末下降 2.55%，系转入投资性房地产 0.50 亿元所致。此外，近年来公司应收账款逐年减少，2022 年末较上年末下降 21.21%至 6.64 亿元，欠款方主要为卫星城公司、桐庐县交通局、桐庐县市政园林绿化工程公司等。

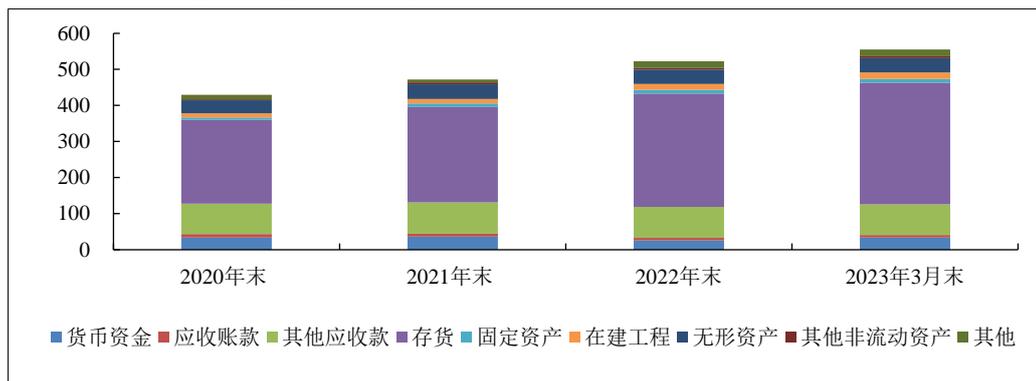
图表 21. 2022 年末公司其他应收款前五大明细（单位：亿元）

单位名称	其他应收款余额	款项性质
桐庐县金融控股有限公司	7.00	往来款
桐庐县人民政府城南街道办事处	5.97	往来款
桐庐县 05、16 省道有限责任公司	5.07	往来款
桐庐县小城镇环境整治有限公司	4.92	往来款
桐庐县富春未来城开发建设有限公司	4.84	往来款
<b>合计</b>	<b>27.81</b>	-

资料来源：桐庐投资

截至 2023 年 3 月末，该公司总资产较上年末增长 6.38%至 555.71 亿元，其中货币资金较 2022 年末增长 31.31%至 34.08 亿元；存货随建设项目持续投入而较上年末增长 7.18%至 336.84 亿元。除此外，其他主要资产构成较上年末未发生重大变化。

图表 22. 公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：桐庐投资

## 5. 盈利能力

基础设施建设、安保服务和水务业务是该公司营业毛利相对主要的来源，但业务毛利率均在 10% 左右，盈利能力有限；受结算政策及结算工程量影响，近年来项目代建毛利持续下降；2020 年以来陆续新增的砂石销售、商品销售业务均呈亏损状态。2020-2022 年，公司分别实现毛利 0.73 亿元、1.00 亿元和 0.03 亿元，综合毛利率分别为 7.36%、10.47%和 0.33%，2022 年毛利和毛利率均大幅下降主要系代建毛利下降综合土地开发整理未实现收入、房产销售和其他业务板块中的停车场收费转亏、砂石销售亏损额扩大等因素综合导致。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2020-2022 年期间费用率分别为 22.24%、23.12% 和 33.00%，均高于当年毛利率水平。公司净利润实现依赖政府补助，2020-2022 年，公司获得与收益相关的政府补助分别为 3.03 亿元、2.75 亿元和 4.27 亿元；同期净利润分别为 1.33 亿元、1.42 亿元和 1.57 亿元。

2023 年第一季度，该公司毛利为-0.22 亿元，期间费用率为 63.79%，仍以管理费用和财务费用为主，同期公司实现其他收益 0.47 亿元，净利润为-0.54 亿元。

## 6. 偿债能力与流动性

该公司 EBITDA 主要是利润总额和列入财务费用的利息支出构成，2020-2022 年分别为 7.29 亿元、6.72 亿元和 6.79 亿元，其中列入财务费用的利息支出分别为 4.24 亿元、3.54 亿元和 3.18 亿元。由于公司刚性债务规模偏大，EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障程度较低。同时，公司经营性现金流及非筹资性现金流无法对债务偿付形成有效保障。

从资产流动性看，该公司资产相对集中于存货和其他应收款科目，而融资以长期借款和债券为主，因此账面反映的流动比率处于较优水平。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司流动比率分别为 314.50%、403.24%、345.16%和 414.19%，但实际资产流动性较大程度上依赖于工程回款进度等，整体看公司资产流动性较弱。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司货币资金余额分别为 33.54 亿元、36.09 亿元、25.96 亿元和 34.08 亿元，现金比率分别为 29.14%、36.62%、20.60%和 30.32%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 45.16%、62.84%、32.67%和 42.57%，现金类资产对短期刚性债务保障力度一般。

图表 23. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年 3 月（末）
EBITDA/利息支出(倍)	0.64	0.70	0.69	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.03	0.02	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-12.76	-18.09	-27.99	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-7.13	-8.21	-11.51	—

指标名称	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)	2023年3月(末)
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-36.08	-34.80	-46.26	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-20.15	-15.80	-19.02	—
流动比率(%)	314.50	403.24	345.16	414.19
现金比率(%)	29.14	36.62	20.60	30.32
短期刚性债务现金覆盖率(%)	45.16	62.84	32.67	42.57

资料来源：桐庐投资

截至2023年3月末，该公司因借款抵押而使得部分计入存货及固定资产的房产受限，二者的受限额合计为7.78亿元，占资产总额的比重为1.49%。此外，公司存在部分资产项目的未来收益权因质押借款而受限。

图表 24. 截至2023年3月末公司受限资产情况

名称	受限金额(亿元)	受限金额占该科目的比例(%)	受限原因
固定资产	1.22	11.06	借款抵押
存货	6.56	2.09	借款抵押

资料来源：桐庐投资

## 7. 表外事项

该公司对外担保规模大，担保对象众多，面临一定的担保代偿风险。截至2023年3月末，公司对外担保余额为59.83亿元，担保比率为35.23%，被担保对象均为桐庐县内国有企业，担保对象集中度较低。

图表 25. 截至2023年3月末公司对外担保情况(单位：亿元)

被担保对象	担保余额
桐庐县铁路建设投资开发有限公司	10.71
桐庐新城发展投资有限公司	8.60
浙江富春山健康城投资开发有限公司	5.00
桐庐县国有资本运营控股集团有限公司	4.74
桐庐县美丽城南开发有限公司	2.63
桐庐芦茨慢生活体验区旅游开发有限公司	2.60
桐庐县文化旅游投资集团有限公司	1.91
桐庐县富春科技建设投资有限公司	1.91
其他(担保余额在1亿元以下的其他被担保对象)	21.74
<b>合计</b>	<b>59.83</b>

资料来源：桐庐投资

## 外部支持

该公司作为桐庐县重要的开发建设和国有资产运营主体之一，能够持续获得桐庐县政府在资产划拨、资金注入和补助等方面的有力支持。2020年子公司桐庐城市发展经营有限公司收到财政拨付债券资金转为资本性投入7.50亿元、子公司桐庐城投收到财政拨款1.56亿元、杭州烟草大楼无偿划入桐庐城投增加资本公积0.61亿元。2021年公司及子公司收到财政拨款合计3.11亿元计入资本公积。2022年公司收到无偿划入的绿水公司股权7.37亿元。此外，2020-2022年，公司分别获得与收益相关的政府补助3.03亿元、2.75亿元和4.27亿元。

此外，该公司与多家商业银行等金融机构保持良好的合作关系。截至2023年3月末，公司合并口

径银行授信总额为 283.83 亿元，其中尚未使用金额为 73.42 亿元。

## 债项信用分析

### 1. 增信措施及效果

本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中合担保成立于 2012 年 7 月，原名为中合中小企业担保股份有限公司，初始注册资本为人民币 51.26 亿元，由中国进出口银行（以下简称“进出口银行”）、JP Morgan China Investment Company Limited（以下简称“摩根大通”）、海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、宝钢集团有限公司（现用名为中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）<sup>13</sup>）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司（以下简称“西门子”）和内蒙古鑫泰投资有限公司（以下简称“内蒙古鑫泰”）共同出资组建，股东均以货币资金出资。2012 年 10 月，中合担保更名为现名。

2015 年 10 月 16 日，中合担保获股东大会批准增资扩股事宜，共计募集人民币 23.58 亿元。海宁宏达、内蒙古鑫泰和天津天海投资发展股份有限公司（现用名为海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）<sup>14</sup>）分别认购 0.80 亿股、0.60 亿股和 19.10 亿股。截至 2022 年末，中合担保注册资本为 71.76 亿元，无实际控制人，股权结构如图表 22 所示：

图表 26. 截至 2022 年末中合担保股权结构

序号	股东名称	股份数额（万股）	持股比例（%）
1	海航科技股份有限公司	191040	26.62
2	JP Morgan China Investment Company Limited	127600	17.78
3	海航资本集团有限公司	120000	16.72
4	中国宝武钢铁集团有限公司	105000	14.63
5	海宁宏达股权投资管理有限公司	68000	9.47
6	中国进出口银行	50000	6.97
7	西门子（中国）有限公司	35000	4.88
8	内蒙古鑫泰投资有限公司	21000	2.93
合计		717640	100.00

注：根据中合担保提供资料整理。

2022 年 4 月 24 日，海南高院裁定确认海航集团有限公司等三百二十一家公司已执行完毕《海航集团有限公司等三百二十一家公司实质合并重整案重整计划》，中合担保第一大股东为海航科技，持股 26.62%，第三大股东为海航资本，持股 16.72%，海航资本为 321 家公司名单中企业，同时，根据海航科技发布的《海航科技股份有限公司关于实际控制人发生变更的提示性公告》，海航科技控股股东仍为海航科技集团有限公司，实际控制人由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。目前，海航集团有限公司的破产重整对中合担保的影响尚不明确。新世纪评级将持续关注中合担保股权结构的变化情况及对中合担保经营等方面的影响。

中合担保是国家发展和改革委员会为落实《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》（国发【2010】9 号）关于“加快推进利用外资设立中小企业担保公司试点工作”的要求，由国家发改委推动，进出口银行、摩根大通等 7 家中外股东共同出资设立的，经营范围包括：贷款担保；债券发行担保；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保，预付款担保，工程履约担保，尾付款如约偿付担保及其他合同履行担保；与担保业务有关的融资咨询、财务

<sup>13</sup> 2016 年 9 月 22 日，根据国务院国有资产监督管理委员会《关于宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）公司重组的通知》，宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）有限公司实施资产重组，宝钢集团有限公司更名为中国宝武钢铁集团有限公司，该事项已于 2016 年 11 月 17 日完成工商登记。

<sup>14</sup> 2018 年 4 月 19 日，天津天海投资发展股份有限公司名称变更为海航科技股份有限公司。

顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。2016 年增资事项完成后，中合担保注册资本增至 71.76 亿元，是国内注册资本最大的担保机构之一，具有较强的资本实力。

截至 2022 年末，中合担保经审计的合并口径总资产为 82.18 元，期末担保余额 335.46 亿元，股东权益为 73.97 亿元，融资担保责任余额为 271.66 亿元；2022 年度，中合担保实现营业收入 4.59 亿元<sup>15</sup>，其中担保业务净收入 2.86 亿元，实现净利润 1.05 亿元。

2020 年开始，中合担保积极推动业务转型，目前业务主要聚焦于政府融资平台债券担保和依托于宝武集团开展的供应链担保业务，中合担保地方政府融资平台债券担保业务占比高，行业集中度水平较高，易受地方政府融资平台相关政策的影响。2022 年以来，中合担保的担保发生额较上年快速增加，但由于解保金额较大，担保业务规模有所下降，融资性担保责任放大倍数有所降低。2022 年，中合担保无新增代偿项目，但历史已代偿规模较大，相关项目虽大部分提供了反担保措施，但由于抵质押房产土地和质押股权的处置仍存在不确定性，中合担保面临较大的追偿压力。资金运用方面，中合担保将闲置资金主要用于高流动性和固定收益类产品投资，高流动性资产占比有所增加。2022 年，由于融资担保余额快速下降，中合担保营业收入和净利润水平均较上年有所下降。

整体来看，中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，能够有效增强本期债券的偿付安全性。

## 评级结论

桐庐县位于杭州都市经济圈和义乌商圈的重合部，以及三江两湖及杭州-黄山黄金旅游线的中段，传统优势产业为针织、制笔、箱包、医疗器械、水力发电设备制造等，近年来全县布局智慧化、生态化产业，具有一定发展潜力。近年来桐庐县经济和税收收入保持增长态势，但房地产和土地市场景气度有所下行，政府性基金预算收入同步下降。

该公司为桐庐县国资委出资设立的国有独资企业，桐庐国控为唯一股东，实际控制人为桐庐县国资委。公司已建立基本的法人治理结构和组织管理架构，管控县内多家市政建设及国有资产运营平台，信用记录良好。

该公司是桐庐县重要的基础设施建设和国有资产运营主体之一，业务范围较广，收入来源较为分散。其中，工程代建为公司业务收入的最重要来源，该业务沉淀资金规模大，预计回收周期较长，加之在建项目仍存在资金需求，面临一定投融资压力；土地开发整理和安置房销售受结算进度影响，近年收入波动大；水务业务在桐庐县内具有一定区域专营性，但 2021 年以来收入因污水业务板块划出而有所下滑；安保、电站发电及工程结算等业务经营相对稳定。

近年来，为满足项目建设及对外资金拆借等需求，该公司已积累较大规模的刚性债务并持续扩张，财务杠杆水平逐步抬升，负债经营程度偏高，债务偿付压力加大。公司以管理费用和财务费用为主的期间费用对公司利润侵蚀严重，盈利对政府补贴依赖较重。公司以项目代建为主的存货及往来款维持较大规模，资金回笼时点存在不确定性，资金占用压力较大。此外，公司对外担保规模大，担保对象众多，面临一定的担保代偿风险。

中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，能够有效增强本期债券的偿付安全性。

<sup>15</sup> 中合担保营业收入包括已赚保费、投资收益、公允价值变动损益、汇兑损益、其他收益和其他业务收入，其中已赚保费为担保业务收入扣除分出保费和提取未到期责任准备金所得。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

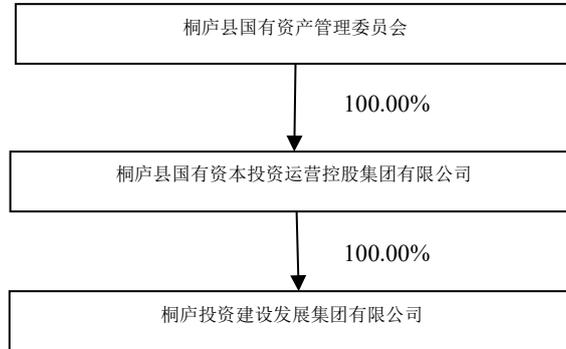
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

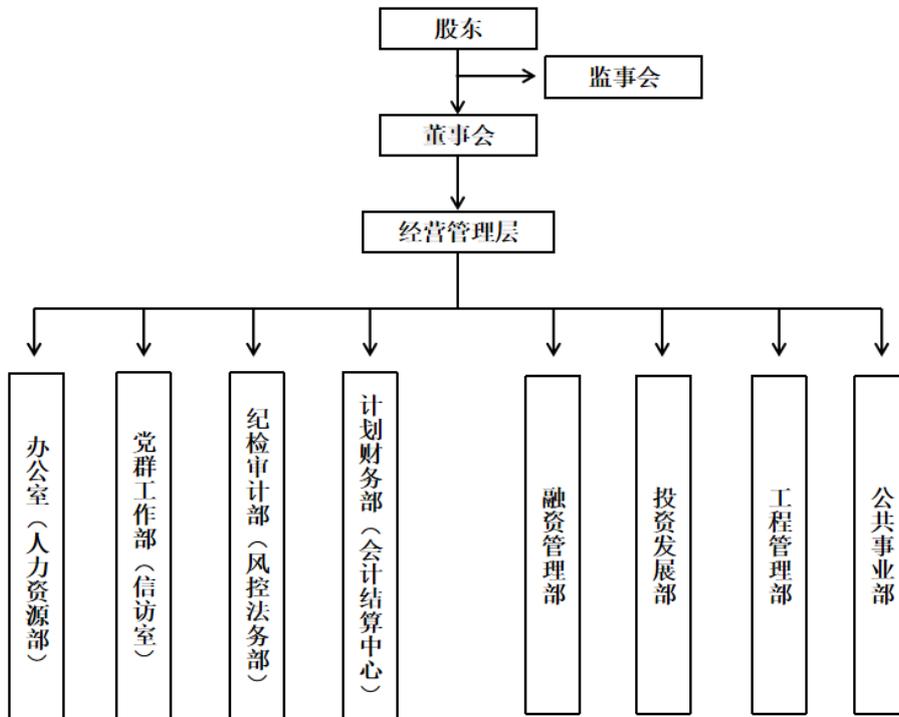
### 公司股权结构图



注：根据桐庐投资提供的资料绘制（截至本报告出具日）

附录二：

### 公司组织结构图



资料来源：桐庐投资（截至 2023 年 3 月末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司持股比例 (%)	主营业务	2022 年 (末) 主要财务数据 (亿元)					备注
				刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
桐庐投资建设发展集团有限公司	桐庐投资	-	基础设施建设, 土地开发等	119.85	67.97	0.09	1.78	2.01	单体口径
桐庐县城市建设投资集团有限公司	桐庐城投	100.00	综合	104.07	89.06	5.26	0.99	-7.17	合并口径
桐庐滨江建设有限公司	滨江建设	80.77	县域范围内政府保障类住房建设开发	1.60	6.02	0.11	0.13	3.23	单体口径
桐庐县富春江全域建设开发有限公司	全域公司	100.00	土地开发、旧城改造等	20.78	5.76	0.04	-0.17	0.21	单体口径

注：根据桐庐投资 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额[亿元]	429.41	471.65	522.37	555.71
货币资金[亿元]	33.54	36.09	25.96	34.08
刚性债务[亿元]	215.93	254.74	291.42	330.93
所有者权益[亿元]	158.24	162.68	170.87	169.85
营业收入[亿元]	9.92	9.57	8.44	1.26
净利润[亿元]	1.33	1.42	1.57	-0.54
EBITDA[亿元]	7.29	6.72	6.79	—
经营性现金净流入量[亿元]	-14.60	-19.32	-31.43	-8.17
投资性现金净流入量[亿元]	-26.69	-17.85	-20.52	-33.68
资产负债率[%]	63.15	65.51	67.29	69.44
长短期债务比[%]	135.64	213.43	179.01	243.24
权益资本与刚性债务比率[%]	73.29	63.86	58.63	51.33
流动比率[%]	314.50	403.24	345.16	414.19
速动比率[%]	111.81	134.94	95.67	114.47
现金比率[%]	29.14	36.62	20.60	30.32
短期刚性债务现金覆盖率[%]	45.16	62.84	32.67	42.57
利息保障倍数[倍]	0.52	0.54	0.49	—
有形净值债务率[%]	223.85	255.07	269.41	297.95
担保比率[%]	37.36	29.96	38.42	35.23
毛利率[%]	7.36	10.47	0.33	-17.05
营业利润率[%]	16.18	15.96	15.30	-50.13
总资产报酬率[%]	1.42	1.14	0.97	—
净资产收益率[%]	0.87	0.88	0.94	—
净资产收益率*[%]	0.89	0.90	0.94	—
营业收入现金率[%]	117.82	103.90	133.60	85.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-12.76	-18.09	-27.99	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-7.13	-8.21	-11.51	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-36.08	-34.80	-46.26	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-20.15	-15.80	-19.02	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.64	0.70	0.69	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.02	—

注：表中数据依据桐庐投资经审计的2020-2022年度及未经审计的2023年第一季度财务数据整理、计算

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%

指标名称	计算公式
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

### 中合担保主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2020年	2021年	2022年
实收资本（亿元）	71.76	71.76	71.76
股东权益（亿元）	73.05	73.13	73.97
总资产（亿元）	83.78	83.55	82.18
货币资金（亿元）	5.15	5.85	4.83
风险准备金（亿元）	26.02	19.08	16.32
营业收入（亿元）	5.91	5.91	4.59
担保业务收入（亿元）	5.92	3.96	2.86
营业利润（亿元）	-9.36	1.88	1.06
净利润（亿元）	-6.52	1.58	1.05
平均资本回报率（%）	-8.48	2.16	1.43
风险准备金充足率（%）	5.10	5.57	6.01
担保放大倍数（倍）	-	-	-
担保责任放大倍数（倍）	7.01	4.70	3.68
担保发生额（亿元）	29.44	37.84	111.39
期末担保余额(亿元)	626.28	423.25	335.46
期末融资担保责任余额（亿元）	510.38	342.35	271.66
累计担保代偿率（%）	5.24	4.36	1.92
累计代偿回收率（%）	26.14	26.06	78.23
累计代偿损失率（%）	23.69	45.80	132.25

注1：根据中合担保经审计的2020-2022年财务数据及相关期间业务数据整理计算；

注2：担保放大倍数和担保责任放大倍数由中合担保计算并提供。

#### 指标计算公式

指标名称	计算公式
担保放大倍数[倍]	期末担保余额/期末净资产
融资性担保责任放大倍数[倍]	融资性担保责任余额/调整后净资产
净资产收益率（%）	净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2] × 100%
风险准备金充足率（%）	担保风险准备余额/期末担保责任余额×100%
代偿保障率（%）	(货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金)/单户最大担保余额×100%
I级资产[亿元]	现金+银行存款+存出保证金+货币市场基金+国债、金融债券+可随时赎回或三个月内到期的商业银行理财产品+债券信用评级AAA级的债券+其他货币资金
I级资产比例（%）	I级资产/(总资产-应收代偿款) × 100%
III级资产比例（%）	III级资产/(总资产-应收代偿款) × 100%
当期担保代偿率（%）	当期担保代偿金额/当期累计解除担保金额×100%
累计担保代偿率（%）	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率（%）	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率（%）	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2018年11月20日	AA/稳定	张雪宜、李叶	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年8月5日	AA/稳定	张玉琪、张雪宜	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月20日	AA/稳定	李叶、吴梦琦	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）</a>	=
债项评级	本次评级	2023年6月20日	AAA	李叶、吴梦琦	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）</a>	=

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。